

議題

金融政策に関する議論の総括－「金融市場パネル」の課題

開催日時

2014年7月3日<12時40分～13時15分>

出席者

稲葉延雄氏（リコー経済社会研究所 所長）

総括

1. 企業マインドと需給ギャップ

・午前の各パネルの議論を念頭に置きながら、私自身が現在身を置いている実業界の視点を加味して、最近考えていることをコメントしたい。

・日本経済が以前に比べて活力があると感じられるようになったことは、確かに大きな変化である。私は、経済同友会で経済情勢調査会を主宰しており、経済界の主だった方々と景気情勢について議論しているが、状況が明るくなってきたというご意見が多くなっている。もっとも、リーマンショック前に比べてどうかと伺うと、大体の方は現在の方が良いと答える。ところが実は、日本の名目 GDP は、今年第1四半期に消費税増税前の仮需によって、ようやくリーマンショック前のピークを上回ったに過ぎない。また、今回の日銀短観の業況判断 DI(大企業製造業)も現在の株価も、いずれもリーマンショック前のピークには達していない。しかも、その当時は産業界の方々は「日本は失われた20年の中にいる」と言っていた訳である。それでも、多くの方が現在の方が明るいと感じる背景としては、最近良く取上げられるが、マクロの需給ギャップがゼロに近づいたことを肌身で感じられるようになったことが大きいように思う。とりわけ、労働需給が引き締まってきていることが、人々にある種の明るさをもたらしているのではないかと。

・聴衆の皆様の認識とは若干異なるかもしれないが、日本の金融政策の実務に携わる者にとっては、我が国のバブル崩壊以降に生じた大幅な需給ギャップをどうすれば解消できるかが、常に最大の政策テーマであった。需給ギャップを放置すれば資源の相当の無駄遣いになるので、できるだけ早期に解消する必要がある。加えて、需給ギャップが縮小していくと、企業が労働力の不足や生産設備の不足を解消するためのイノベーションに取り組むようになり、経済を活性化する力が働く。つまり、経済成長の天井を押し上げながら、経済を活性化することが期待されるので、歴代の政策実務家はそういう状況を早く実現したいと思ってきた。昨今では、金融政策の目標という「デフレ脱却」がクローズアップされるが、需給ギャップを可能な限りゼロ近傍に維持するという意味でのマクロの経済安定化こそが、以前から不況下での金融政策の大目標であり、今やそうした状況がやっと実現しつつある。

・池尾さんが基調講演で指摘したように、中央銀行は、これまでは潜在成長率を長期的なトレンドとして押し上げることはできないと言ってきたが、黒田総裁はできると言っているように見える。私は、この点に関しては中間的な考えを持っている。つまり、循環的な金融政策によって潜在成長率を長期的に押し上げることはできないが、需給ギャップをインフレでもデフレでもない適切な水準に維持することで、イノベーションが進みやすい状況を持続させることはできるのではないかと考えている。

・需給ギャップが解消されるとともに、雇用の不安も沈静化し、失業のリスクに脅えるとか、場合によっては人間の尊厳まで脅かされ、傷つけられることもなくなれば、人々はおのずから心理的に明るくなると思う。産業界としても、人手の余剰に直面し、ブラック企業と批判されながらリストラや人員整理を進めるよりも、人手不足に直面して、新たな設備投資や事業の転換といった工夫を通じて課題を克服していく方が、余程楽しい仕事である。その意味で、人手不足であっても、産業界の雰囲気はやはり明るいと感ずるはずである。

・午前のパネリストが指摘したように、現在の「異次元緩和」は、こうした事態の好転に対して、ある程度貢献していると考えて良い。ただ、景気の拡大自体は、東京大学の吉川先生が判定されたように、「異次元緩和」の始まる前である2012年末に開始していた。需給ギャップも当時は3～4%を切っており、リーマンショック後のボトム(7%)から見ると、既に半減していた訳である。従って、現在のようなマクロ経済の状況が直近1年で急に実現したというよりは、それまでのゼロ金利政策の継続による累積的な効果が発揮されたと整理した方が良いように思う。池尾さんや福田さんは、経済政策の「レジームチェンジ」による効果が大きいという見解を示されたが、私は少し違う考えを持っている。「アベノミクス」は、確かに財政資金の大規模な支出を伴ったが、成長戦略の効果はまだよくわかっていない。こうした中で、金融政策について言えば、過去の分も含めそれなりの影響力を及ぼしたのではないかと。予て「too little too late」と批判されながら続けてきた金融緩和の累積効果が、ここへ来て出ているというのが私の理解である。

・金融政策の先行きに関する議論は、デフレ脱却後の「正常化」の

展開に集中しており、しかも、デフレ脱却が金融政策の唯一の目標であって、それを脱却できたら「店じまい」という見方が多いように感じる。しかし、先に述べたように、金融政策は需給ギャップをゼロ近傍に維持する一プラスにもマイナスにもし過ぎないところで維持する一よう行動し続けることを義務づけられている。需給ギャップがゼロになっても、今後、プラス方向にオーバーシュートすることもあるうし、前回のリーマンショック後のように、外的ショックによって再びマイナス方向に動くこともあり得る。当面様々なショックが想定されるが、例えば中国経済のショックをとってみても、既に ASEAN や BRICS に影響が出始めている面もあるだけに、日本だけがその影響を受けず、整々として金融政策の「出口戦略」に歩を進めることができるほど楽観的な状況では必ずしもないように思う。しかも、今後は物価目標の 2%と需給ギャップのゼロ水準を合わせながら、ともにその水準を維持するという複雑な政策運営を求められる訳であり、そう単純な経路を辿るわけではないという加藤さんの指摘に同感である。

2. 金融政策のコミュニケーション

・近年、金融政策のコミュニケーション一なかでも、コミットメントやフォワードガイダンス一のあり方に関する議論が盛んに行われている。午前のパネルでも、細野先生はコミットメントの効果があったという分析結果を披露された。

・ただ、金融政策の実務家の立場からすると、コミュニケーションを改善すべきとして指摘される点の多くは、現実的には無理な注文である場合が多いように感じる。金融政策に関して将来のことを上手くコミュニケーションできない根本的な理由は一当事者が一番良くわかっていてことであるが一中央銀行の経済予測能力に限界があるということに尽きる。将来を正確に見通せないのに、将来の対応をコミットするとか、フォワードガイダンスによって人々を説得するのは難しい。中央銀行の経済予測能力は、良く言って民間エコノミストと同程度であり、それを大きく上回ることはないと思う。もちろん、中央銀行の調査分析部署は長い歴史を持っているので、例えば経済指標の「出方のくせ」などは熟知しており、1~2 ヶ月後の統計指標がどんな動きをするかを正確に当てることができる。いわば、頭の中での時系列分析は得意なので、1 四半期先ないし半年先の経済を見通すことも民間エコノミストに勝る面があるかもしれない。加えて、海外の中央銀行との間で様々なレベルでネットワークを張りながら情報交換を行っているので、海外の今後の政策の方向性もある程度は推測できる。それでも、将来の不確実な経済を正確に予測するのはやはり難しい。しかも、中央銀行としては、当然であるが、政策の効果についても正確に予知しなければ発言しにくい。加えて、午前の議論でも触れられたが、政策の効果自体が中央銀行による説明の仕方に強く依存している。

・このように様々なリスクを意識して、中央銀行が、「確率論的にはこのリスクもあるリスクもあるので、その中でこのように対応していく」と説明すると説得力がなくなる。逆に、説得力を持たせるために

確定論的に政策運営を大胆に説明すると、リスクについて口をつぐむことになるので、accountable ではなくなる。池尾さんや加藤さんからは、中央銀行の「シャーマン化」という議論もあったが、それはやはり無責任で accountable ではない。こうして、中央銀行は説得力を取るか accountable になるかに悩むのであって、その根底には経済を見通す力に限界があるという動かしがたい事実がある。私は、金融政策のコミュニケーションに関する技術的な面に議論を集中しても実益がないように思うし、中央銀行は考えられるリスクを適切に提示し、accountable に政策を進める以外にないのではないかと考える。須田さんは「リスクとの闘い」という著書を刊行されたが、いずれにせよ中央銀行がリスクを無視して「シャーマン化」するのは選択しがたい道である。特に、財政再建の目的が明確でない日本の場合、無視できないリスクが存在し、大胆なフォワードガイダンスは採用し難い。従って、フォワードガイダンスの効果は、そういうリスクの少ない米国に比べると乏しくなることを覚悟する必要がある。

3. 金融政策と市場機能

・金融政策にとってもう一つ技術的に重要なポイントは一これも細野さんが指摘されたように一市場から上質な情報をどのように確保するかということである。

・金融政策は、市場からの情報によってその適切さを判断できるという大変大きなメリットを持っている。しかし、情報源である金利自体をターゲットにしてしまうと、このメリットは発揮できない。従って、かつての金融政策は短期金利を動かすことで長期金利に影響を及ぼすが、長期金利の動く余地を残した上で、長期金利が想定通りの振る舞いをするかどうかで政策の適切さを判断してきた。ゼロ金利になっても、その継続期間を長くしたりすることで間接的に長期金利を動かすことはできるし、実際にそのように対応した時期もあった。しかし、現在の先進国の中央銀行は長期金利の直接の誘導を狙って、大量の資産買入れを行っている。海外の中央銀行には、資産買入れによって金利を何%動かしたと胸を張っている当局者もみられる。資産を大量に買入れるだけで金利を動かせるかどうかは検証の余地も残るが、金利の自由な形成を阻害していることは疑いない。市場流動性に問題が生じ始めているのではないかと、という内田さんのご指摘は重く受け止める必要がある。

・古い話になるが、1987 年 5 月の日米合意によって、日本銀行による短期金利の低目誘導が導入された当時を思い出す。日本銀行が、当時、短期金利として重視していた 2 カ月物手形レートを低位に維持するようオペレーションを繰り返した結果、手形取引が全くなり、市場関係者は 2 カ月物ユーロ円取引で代替するようになった。結局、翌年には、日本銀行の重視する短期金利がオーバーナイトのコールレートであると宣言し、2 カ月物金利はオーバーナイトのコールレートを動かすことで間接的に誘導するので、2 カ月物の金利形成は自由であるという、非常に当たり前のことを市場に説明し、市場機能を正常化した記憶がある。10 年国債の市場はより

懐が深いので、直ちにこうした問題が生ずる訳ではなからうが、10年国債の金利を無理に誘導しようとする、やはり歪みが生ずることになると思う。

・私自身、10年国債でなくても他の金融資産を上手く使えば良いと思ったことがかつてあり、全て民間債務によるオペレーションを行ったら政策効果が異なるかどうか試したいと考えたが、上司に「無謀だ」として止められた。今でも、国債買入れでなければ効果が出ないのかどうか疑問を持っているが、日本に限らず内外の市場関係者には、中央銀行が国債を大量に買入れることを金融緩和のサインとして受けとめる伝統が定着しているの、日本銀行もそれを無視できないのだと思う。これは全くの個人的な希望であるが、もしもそういう受けとめ方が変わってくれば、中央銀行はより創造的な非伝統的手段を編み出していけると思う。それは遥かな道であろうが、それまでの間は、長期金利の誘導はあくまで間接的に行うこととし、直接的なコントロールをする場合には、金利のイレギュラーな動きを抑制するためにとどめ、金利水準を強く抑制するようなオペレーションはしないほうが得策であると思う。金融資産を大量に買入れるとしても、金利に影響しない買い方を上手く駆使するべきである。これから長期金利の動きから政策の適否を判断する必要がますます増えてくるので、長期金利の変動が有する政策メリットはできるだけ温存した方がよいわけである。

・最後に、池尾さんが提起された金融政策と他の経済政策との interaction について付言したい。金融政策の分析をする際に、金融政策だけを考えるのではなく、財政政策等を含めて包括的に捉える必要があるというのは、全くご指摘の通りだと思う。現在、金融政策を運営する上では財政再建の議論から離れられない訳であるが、私は、財政再建に関する誤解を解く努力も重要であると思う。例えば、金利が上昇すると財政再建が無条件に阻害されるという誤解がある。金利が経済の諸要素と整合的に動いている限り、金利が上昇しても財政再建がア priori に阻害されることはあり得ない。また、経済成長なくして財政再建なしという誤解もある。経済成長が実現しても、歳出構造が不変であれば財政再建は容易にはならないし、金利も経済成長が加速した分だけ高くなるので事態は変わらない。このように、財政再建を巡っては正しく理解されていないことが少なからず存在するので、本日のコンファレンスに参加された皆様も、金融政策の適切な運営のためにも、今後とも正しい情報を発信していただきたい。

・財政と金融の interaction の中には、須田さんが強調された中央銀行の独立性も、当然に非常に重要なテーマとして入るので、この点でも適切な発信をしていただくことをお願いしたい。ただ、金融政策に関する議論であれば、聞き手は中央銀行という割とまじめな組織であって、皆様のご指摘を何とか実現しながら良い方向に持っていくことが期待できるが、財政政策に関する議論の場合は、その任にある政治家にどのようにして知見を伝えていくかが重要になる。政治家の背後には一般の人々がいる訳であり、結局は、どのようにしてこうした人々に適切な理解をしていただくかとい

う問題になる。これからは、こうしたコミュニケーションが大事なポイントになるように思う。

・以上で私の総括に替えたい。ご清聴ありがとうございました。
